

---

FUSÕES E AQUISIÇÕES INTERNACIONAIS DOS BRICS: QUEM REALIZA E O QUE DETERMINA SUAS NEGOCIAÇÕES.

**Caio Del Esporti Menezes da Rocha**

---

Dissertação  
Mestrado em Economia e Gestão Internacional

---

Orientado por  
**Dra. Celeste Varum**  
**Dra. Rosa Forte**

---

Setembro 2018

## **Nota Biográfica**

Caio Del Esporti Menezes da Rocha é brasileiro nascido em São Fidélis, cidade do estado do Rio de Janeiro, no ano de 1992.

Em 2011 foi aceito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro para cursar o Bacharelado de Relações Internacionais, concluindo o curso em 2015. Como trabalho de conclusão de curso usou como monografia o trabalho intitulado “A inserção brasileira no mercado internacional. Uma análise da industrialização pela perspectiva desenvolvimentista.”

Em 2016, buscando maior experiência internacional e motivado a continuar seus estudos em economia e gestão, ingressou no Mestrado em Economia e Gestão Internacional na Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

# Agradecimentos

*“porque, sem mim, nada podeis fazer.” Jo,5.15*

Concluir este projeto foi uma tarefa desafiante e que me fez superar os meus próprios limites, dado que é a conclusão de uma fase com demasiada importância na minha vida acadêmica e pessoal. Concluir este mestrado é um projeto sonhado por mim e por muitas pessoas que me apoiaram, incentivaram e contribuíram para que eu fizesse o meu melhor. Ser grato é um movimento espontâneo de quem reconhece que, mesmo sem merecer, recebeu tanto.

Agradeço a Deus antes de tudo, pois foi Ele que na minha fraqueza manifestou a sua força e me fez seguir em frente mesmo quando eu não conseguia mais; que colocou pessoas no meu caminho para que não esmorecesse e que foram anjos na minha caminhada. *Ad maiorem Dei gloriam.*

Agradeço a minha família, começando pelos meus pais e meu irmão, que desde o primeiro momento não fizeram outra coisa se não me apoiar e incentivar para que eu concluísse meus estudos. À minha esposa, que foi minha companheira inseparável e que soube me entender e apoiar nesses dois anos como ninguém, meu muito obrigado é muito pouco. Aos meus sogros, que foram peça fundamental para os meus primeiros passos em terras lusas a minha eterna gratidão. Um agradecimento especial aos tios Josealdo e Marúcia, que desde a graduação foram o sinal material da Providência de Deus na minha vida, sendo pai e mãe quando eles estavam longe de mim.

Aos queridos padrinhos Teresa Basto e José Miguel Costa, que estarão gravados eternamente no meu coração com letras de ouro, meu muito obrigado por tudo que nesses dois anos significaram para mim.

Às minhas orientadoras professoras Celeste Varum e Rosa Forte meu agradecimento pelo auxílio indispensável à conclusão deste projeto, meu muitíssimo obrigado pela paciência e pela contribuição que dispensaram a mim. Aos meus amigos de perto e de longe a minha mais profunda gratidão.

Por fim e não menos importante, este mestrado na Universidade do Porto nasceu de uma ligação telefônica feita no centro do Rio de Janeiro quando eu ainda planejava esta empreitada. Sem a orientação do Arapuan Netto e do Augusto Motta Neto muito provavelmente esta tese e tudo isto não existiria. Deixo aqui registrado o meu agradecimento a eles e a sua família, cuja história esteve ligada à minha desde sempre.

## Resumo

As fusões e aquisições (F&A) internacionais são modos de estabelecimento em mercados estrangeiros com elevada importância para os negócios internacionais. Grandes empresas transnacionais têm usado desse modo de entrada com o objetivo de adquirir competências e alavancar suas vantagens competitivas face aos seus concorrentes no mercado internacional. Historicamente as F&A foram usadas, em maior medida, pelas empresas de economias desenvolvidas. Nas últimas décadas novos players internacionais ganharam maior relevância, quando empresas dos países em desenvolvimento iniciaram a efetuar negociações de F&A na categoria de adquirentes. A literatura sobre F&A internacionais concentrou-se em estudar este modo de entrada tendo como adquirentes empresas de países desenvolvidos e pouco se fez acerca deste tema com foco nos países em desenvolvimento. Este trabalho tem como objetivo analisar as transações de F&A transnacionais tendo como adquirentes as empresas dos denominados BRIC, conjunto de Países formado por Brasil, Rússia, Índia e China, no período de 1998 a 2018. Recorrendo a dados relativos a 180 acordos de F&A levados a cabo por empresas dos BRIC e com base nos modelos de regressão linear múltipla e logística multinomial os resultados indicam que as características de propriedade das empresas envolvidas (se de propriedade pública ou privada) impactam no perfil do acordo e das contrapartes da negociação.

Palavras-Chave: BRIC, Fusões e Aquisições Internacionais, características de propriedade.

## Abstract

Internacional Mergers and Acquisitions (M&A) are a mode of foreign direct investment with high importance for international business. Big multinational enterprises have been using this entrance mode aiming to acquire capabilities and leverage its competitive advantages face to their competitors in the international market. This entrance mode has been used, historically, by developed economies companies. In the last decades new international players have emerged and gained more relevance, since developing economy companies started to operate transactions of international M&A as acquirers. The literature about international M&A has focused on the study this foreign direct investment mode with developed economies companies as acquirers. Very little was done with a focus on developing economy enterprises as acquirers in international M&A. So that, the objective of this study will be to analyse international M&A whose acquirer companies were from BRIC countries, the group of developing economies of Brazil, Russia, India, and China from 1998 until 2018. Using 180 deals data regarding M&A executed by BRIC companies and under OLS and Logit models the results indicate that the propriety type of the companies involved (if it is a state-owned or private company) impacts in the deal profile and in its counterparts.

# SUMÁRIO

NOTA BIOGRÁFICA .....	I
AGRADECIMENTOS.....	II
RESUMO .....	III
ABSTRACT.....	IV
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	5
3. METODOLOGIA.....	20
3.1. FOCO DA PESQUISA E OBJETIVOS.....	20
3.2. DADOS E METODOLOGIA .....	21
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	29
4.1 RESULTADOS.....	29
5. CONCLUSÕES.....	35
BIBLIOGRAFIA .....	37
ANEXOS:.....	39

# 1. Introdução

Os dados recentes acerca das fusões e aquisições (F&A) transnacionais (UNCTAD, 2017) <sup>1</sup>são reveladores quanto à sua importância dentro do contexto dos modos de internacionalização (Sauvant, 2005). A literatura acerca do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e a comunidade científica não ficaram alheios a este crescimento, sendo importante destacar que grande parte da investigação a respeito do IDE analisou a F&A transnacional como importante modo de entrada (Paul & Benito, 2018; Deng & Yang, 2015). Nesta literatura encontramos estudos que se focam num fenómeno contemporâneo, nomeadamente as aquisições por parte de empresas de países emergentes sobre empresas de países desenvolvidos (Caiazza & Volpe, 2015).

Dentre os modos de estabelecimento do IDE, as fusões e aquisições são os que garantem maior rapidez e efetividade no acesso a recursos e competências existentes em mercados estrangeiros. Como demonstrado em Buckley *et al.* (2014) e em Guo *et al.* (2016), as F&A são uma ferramenta estratégica para adquirir competências pois permitem à empresa ter acesso rápido a redes de contacto, exploração de recursos naturais e ativos tangíveis e intangíveis que de outra forma não conseguiriam. Apesar de ser o modo de entrada de maior comprometimento e risco, tem sido o mais escolhido para que as empresas dos países emergentes ganhem competitividade a nível nacional e internacional (Buckley *et al.*, 2014; Gammeltoft, 2008; Sauvant, 2005).

Apesar dos inúmeros contributos na literatura sobre o investimento direto estrangeiro via fusões e aquisições, há ainda aspetos relativamente inexplorados. Enquanto os estudos historicamente focaram particularmente em F&A, que tem como adquirente empresas de países desenvolvidos, como demonstrado em Sauvant (2005), poucos estudos analisaram o caso de F&A internacionais em que o adquirente tem origem em países emergentes. Isto é uma limitação importante na literatura, especialmente quando os dados salientam a importância crescente dos países emergentes enquanto agentes de IDE. Segundo os dados de 2016 do *World Investment Report* (UNCTAD, 2017) as economias emergentes foram responsáveis por 26% dos *outflows* de IDE a nível mundial (ver Gráfico A1 em anexo). Acrescendo a isto, dos *outflows* existentes, 39% das transações ocorreram via fusões e aquisições no

---

<sup>1</sup> “In turn, cross-border M&As are set to gain yet more prominence in the coming years, especially in the services sector and for MNEs from developing and transition economies.” (WIR, 2017, p.6. 2017)

mesmo ano. Isto, de acordo com Sauvart (2005) e Guo *et al.* (2016), é resultado da necessidade das empresas desses países de aumentarem a sua competitividade, por meio da aquisição de novos portfólios transnacionais.

Deste fenómeno importa analisar se (e que tipo) de diferenças existem nos diversos processos envolvendo as multinacionais dos países emergentes (Holtbrugge & Kreppel, 2012). Analisando primeiramente Del Bo *et al.* (2017) algumas diferenças são encontradas de acordo com as características de propriedade das empresas envolvidas em fusões e aquisições. Os dados em Del Bo *et al.* (2017) demonstraram que a presença de empresas estatais em negociações transnacionais tem impacto relativamente ao perfil do parceiro na negociação. Ademais, governos seriam mais avessos ao risco do pós-venda/compra de ativos comparados com as demais empresas de gestores privados, devido a possíveis constrangimentos políticos e por parte da sociedade, nos seus mercados domésticos. Há evidências, como em Denisova *et al.* (2012), sobre as reações na opinião pública relativamente à privatizações. Há também importantes estudos sobre a influência de políticas dos governos chinês (Guo *et al.*, 2016) e indian (Reddy *et al.*, 2016) que incentivam a internacionalização e facilitam o acesso a capitais para financiamento.

Desta forma, o presente estudo tem como objetivo principal estudar processos de F&A internacionais tendo como adquirentes empresas dos denominados BRIC, conjunto de países formado por Brasil, Rússia, Índia e China. O *focus* nestes países tem por base o facto de eles, no seu conjunto, representarem 63% do *outflow* de IDE dos emergentes (UNCTAD, 2017) e, como sustentado por Holtbrügge & Kreppel (2012), ainda não foram estudados os determinantes e os resultados das F&A tomando estes países em conjunto. Estes países têm estado altamente envolvidos em atividades de F&A internacionais, tendo a sua participação no total do Investimento Direto Estrangeiro como emissor mundial aumentado em 5.378%, enquanto as economias desenvolvidas decresceram 27% entre 2000 e 2014 (UNCTAD, 2017), em conformidade com o encontrado por Belussi *et al.* (2016) (Ver Gráfico A2 em anexo). Ademais, é importante ressaltar que parte destas ações ocorreram (e ocorrem) através de empresas de capital social público ou com controlo/centro de decisão governamental.

De outra forma, as empresas destes países têm apresentado um papel ativo enquanto adquirentes também de empresas públicas no estrangeiro. Segundo Sauvart (2005) estas foram estratégias políticas seguidas por parte dos países desenvolvidos no sentido de se posicionarem estrategicamente em diversas indústrias no contexto mundial, e que agora são



mimetizadas pelas empresas das economias emergentes.

Assim, esta tese irá reproduzir de forma adaptada o trabalho de Del Bo *et al.*(2017), com o intuito de testar no contexto das F&A tendo por adquirente empresas dos BRIC, se as multinacionais envolvidas em F&A são impulsionadas pelos mesmos motivos e procuram o mesmo tipo de *targets* (empresas adquiridas), independentemente de serem privadas ou públicas e avaliar se o tipo de transação, derivado das características de propriedade da empresas envolvidas, impactam no perfil da empresa adquirida/vendida.

A contribuição esperada para esta tese está relacionada com a carência de estudos que tomem as F&A dos países emergentes, nomeadamente os BRIC, em perspectiva comparada. Como já referido, grande parte da literatura concentrou-se nas F&A tendo como adquirentes empresas de países desenvolvidos e os trabalhos que estudaram F&A de empresas dos países emergentes realizaram análises sobre o fenómeno tomando cada país de forma separada. Tanto Holtbrügge & Kreppel (2012) quanto Gammeltoft (2008) salientaram a importância de estudos que analisassem de forma conjunta as empresas dos BRIC na categoria de adquirentes em F&A internacionais.

Os dados para o estudo são recolhidos da base de dados Zephyr, combinando variáveis quantitativas e qualitativas ao nível da empresa e das transações de F&A internacionais. A base Zephyr permite recolher informação sobre cada negócio (F&A por tipo e ano, país, setor e propriedade), sobre o setor de atuação da empresa, suas características de propriedade e algumas variáveis financeiras. O período escolhido para analisar as transações será de 1998 a 2018.

Cada transação foi agrupada em um dos 4 grupos, Público-Público, Público-Privado, Privado Público e Privado-Privado, de acordo com o tipo de empresa adquirente e adquirida. Assim foi possível comparar as negociações em que envolviam ao menos uma empresa pública com o grupo de referência no qual ambas empresas eram de controle privado.

Com o objetivo de estudar a associação entre o tipo de empresa adquirente e as variáveis de tamanho, experiência e proximidade usadas no estudo, e que serão explicadas na metodologia, foram efetuadas regressões lineares múltiplas (ou mínimos quadrados ordinários), e, posteriormente, uma regressão logística multinomial para testar a probabilidade de as transações estarem agrupadas num dos 4 grupos elencados consoante às alterações nas variáveis de tamanho, experiência e proximidade. Tendo por suporte os estudos de Sauvant (2005) e Del Bo *et al.* (2017) considera-se como possível identificar quais são as motivações

estratégicas para as F&A, com diferentes perfis e *drivers* de acordo com o perfil dos gestores (se público ou privado).

Dessa maneira, a motivação desta tese está baseada na evidência encontrada pela literatura que o impacto dos processos de escolha dos governos ao gerir empresas públicas leva a um comportamento em termos das F&A diferenciado em comparação com empresas privadas. Além disso, esse modelo de entrada possui como característica emprego de um grande volume de ativos e capitais, o que gera grande comprometimento por parte da empresa adquirente, o que impacta consideravelmente quando se trata de uma empresa pública, dada sua maior aversão ao risco pós-aquisição, tanto na condição de adquirente quanto na condição de adquirida.

Portanto, esta tese se desenvolverá da seguinte forma: o capítulo 2 com a revisão de literatura apresentando o estado da arte acerca das F&A internacionais e com foco naquelas em que os BRIC são a origem das empresas adquirentes. No capítulo 3 apresentaremos a metodologia aplicada ao estudo, nomeadamente o método de seleção e tratamento dos dados e os métodos estatísticos empregados para estudar a questão de investigação. No capítulo 4 apresentaremos os resultados e a discussão dos mesmos. Por fim, o capítulo 5 irá apresentar as conclusões, bem como as limitações do estudo e proposições para futuras pesquisas.

## 2. Revisão de literatura

Neste capítulo apresentaremos a revisão de literatura com o intuito de apresentar o estado da arte relativo às fusões e aquisições internacionais com foco naquelas transações que envolvem empresas com origem nos países dos BRIC. Inicialmente será apresentado um panorama histórico (secção 2.1), após isso uma revisão de literatura acerca do evento (secção 2.2) e, por fim, a contribuição que esta tese dará consoante à carência detectada na literatura acerca do tema (secção 2.3).

### 2.1. Perspetiva histórica

Desde a década de 1990 houve um aumento significativo no número de estudos no que diz respeito ao Investimento Direto Estrangeiro por parte de empresas dos países em desenvolvimento. Como demonstrado em Paul & Benito (2018), o crescimento económico dos países emergentes e o aumento das suas empresas multinacionais torna relevante o estudo acerca das dimensões e características desse fenómeno.

Anteriormente estudadas na literatura, as ondas de fusões e aquisições eram compostas por *players* advindos de países desenvolvidos, grande parte oriundos dos Estados Unidos e da Europa (Sauvant, 2005). Reddy *et al.* (2016) apresentam que, na literatura, são assinaladas ao menos 5 ondas (fases) de internacionalizações: a primeira onda sendo a estadunidense no pós Segunda Guerra mundial; a segunda sendo a onda europeia na década de 60 do século XX; a terceira a partir do desenvolvimento internacional das empresas japonesas nos anos 70; a quarta assinalando o aparecimento das multinacionais sul coreanas e taiwanesas nos anos 1980 e a quinta quando do movimento de algumas empresas advindas dos mercados emergentes nos anos 2000.

Nesta 5ª onda de internacionalização, aparecem as empresas das economias emergentes, que atualmente iniciam o processo de aquisição de empresas de países desenvolvidos, ganhando experiência neste modo de entrada em específico. Este movimento contemporâneo também se deve ao ganho de capital e conhecimento que estas empresas dos países em desenvolvimento adquiriram com a globalização e abertura de seus mercados nacionais (Caiazza & Volpe, 2015). Este movimento de aquisições foi visto na literatura como uma forma de resposta das multinacionais dos países em desenvolvimento à nova envolvente internacional globalizada e competitiva pois, ao realizar aquisições, são capazes de adquirir vantagens competitivas e recursos com o intuito de diminuir a sua desvantagem frente às

demais multinacionais na competição internacional.

Alguns autores como Belussi *et al.* (2016) também identificaram ondas no histórico do investimento direto estrangeiro e a crescente participação de empresas de economias emergentes. Nos anos 2000 inicia-se o crescimento da emissão de investimento estrangeiro dos BRIC, com volume constante e ascendente. É possível notar que num primeiro momento o objetivo das aquisições consistia em aceder a recursos naturais e novos mercados para exploração, mas atualmente a procura está concentrada em ativos tangíveis e intangíveis, tecnologia e competências organizacionais existentes nos países desenvolvidos (Reddy *et al.*, 2016; Belussi *et al.*, 2016).

No âmbito das economias emergentes, Brasil, Rússia, Índia e China têm atraído a atenção da literatura graças à sua importância e influência política e económica relativa dentro dos negócios internacionais, uma vez que correspondem a mais da metade do IDE que é emitido por países emergentes desde 2004 (Gammeltoft, 2008).

Gammeltoft (2008) apresenta essa importância destacando estes países dentre os demais emergentes pela quantidade de investimento estrangeiro que emitem e pelo volume. Em termos comparativos, o Brasil investe preferencialmente, segundo Gammeltoft (2008), nos setores de mineração, energia e serviços, pelos quais efetuaram mais que 1.000 operações de IDE nos anos 90. Para a Rússia o IDE é particularmente próprio de empresas grandes, sendo mais frequente em empresas dos setores de energia, manufatura e telecomunicações. Os indianos possuem grande parte do seu investimento transnacional concentrado em setores de tecnologia e química avançada, nomeadamente a indústria farmacêutica. E, finalmente, a China se esforça em investir em setores de comércio e serviços, manufatura e extração de recursos naturais (como minério, óleo e gás).

## 2.2. Contribuições da literatura pertinente

Para Paul & Benito (2018), na literatura pouco foi feito acerca do *outward foreign direct investment* (OFDI) com foco geográfico nos BRIC. Apenas estudos com análises em separado a respeito destes países do acrónimo foram editados, sendo importante ressaltar que a grande maioria das pesquisas relevantes sobre o tema abordaram como objeto o OFDI de origem na China, dado o seu alto volume de transações historicamente registrado.

Isto já foi identificado por Holtbrügge & Kreppel (2012) quando notaram que ainda não havia estudos que esgotassem o tema do Investimento Direto Estrangeiro relativo a

F&A com origem nos BRIC em perspectiva conjunta. Sua análise acerca das motivações para a internacionalização de 8 empresas com origem no Brasil, Rússia, Índia e China, identificou que grande parte da motivação para a internacionalização veio da procura de recursos tecnológicos e *know-how* em gestão, abertura de mercado no país de destino e absorção de competências que contribuíssem para a sua competitividade no mercado doméstico. Apesar dessas empresas apresentarem diferenças em decorrência de aspectos a nível da indústria e de seus recursos específicos, eram semelhantes quanto à sua motivação para a internacionalização.

Em Belussi *et al.* (2016) é demonstrado que o processo atual de internacionalização das economias emergentes permanece ainda em aberto em termos de análise teórica, uma vez que é um fenómeno novo e requiere novas teorias e novas formas de interpretação.

Ademais, alguns autores salientam a importância de estudos que possam avaliar o comportamento das empresas dos BRIC de forma conjunta (Paul & Benito, 2017; Holtrügge & Kreppel, 2012; Gammeltoft, 2008), analisando o impacto das suas diferentes formas de ambiente legal, cultural e regulatório, como também características específicas a nível da indústria e da empresa em seus projetos de internacionalização. Como demonstrado em Alcântara *et al.* (2016), é relevante investigar os efeitos das estruturas de incentivos para a internacionalização no âmbito das multinacionais dos países emergentes.

Outro assunto salientado na literatura e que é relevante para o entendimento das F&A internacionais são as barreiras à entrada com que as empresas das economias emergentes se deparam no mercado de destino. Além da desvantagem inerente que empresas sofrem ao internacionalizar-se – a deficiência de ser uma empresa estrangeira e operar num mercado que não é o seu ambiente doméstico – há também medidas regulatórias a nível institucional (Peng, 2012) que dificultam a sua entrada em mercados estrangeiros. Além disso, as políticas de investimento estrangeiro dos países asiáticos e das economias emergentes impactaram de tal maneira o fluxo das F&A internacionais que tornaram necessárias adaptações regulatórias por parte dos países recetores deste tipo de IDE, dadas as mudanças no regime de trabalho e no fluxo de capitais que ocorrem (Peng, 2012).

Não obstante, os países desenvolvidos criaram arcabouços regulatórios (como normas trabalhistas e regras para a aquisição de empresas) com os quais as empresas das economias emergentes precisam estar familiarizadas para garantir o sucesso pós fusão (Carbonara & Caiazza, 2008; Caiazza & Volpe, 2015).

Acerca do sucesso pós-aquisição, o estudo de Buckley *et al.* (2014) identificou que este está relacionado com a capacidade da empresa adquirente absorver o conhecimento e utilizar os recursos para seu próprio crescimento. O sucesso pós-aquisição pode variar de acordo com a afetação de recursos tangíveis possuídos pelas empresas dos países emergentes, pois somando a sua vantagem em recursos minerais e de capital com os ativos tecnológicos e organizacionais das empresas de economias desenvolvidas, os adquirentes beneficiariam das complementaridades entre os recursos tangíveis e os ativos estratégicos das adquiridas (Buckley *et al.*, 2014).

Outro fator que precisa ser ressaltado é a experiência em F&A que as empresas das economias emergentes precisam ter para que seja mais propensa ao sucesso pós-fusão. Muitos erros que ocorrem após a aquisição e falhas na operação que geram desinvestimento estão ligados a empresas que apenas tiveram experiências em IDE no modo de *green field* (quando o investimento é feito de raiz em outro país) e não em F&A. As empresas de economias emergentes que já possuem experiências em F&A são mais propensas em conseguir criar valor através das sinergias e complementaridades dos seus ativos com os adquiridos no processo de F&A (Buckley *et al.*, 2014).

As empresas podem, ao internacionalizarem-se, escapar de certos constrangimentos a nível da disponibilidade de bens de produção e matérias-primas, como também superar barreiras à entrada em novos mercados por adquirir afiliadas com prestígio e conhecimento do mercado. Além disso, mesmo possuindo vantagens competitivas a nível da empresa que facilitem a internacionalização, para ultrapassar a desvantagem de competir no mercado externo é determinante ter estruturas governamentais e apoio institucional no seu país de origem, como defendido em Thomas & Narayanan (2017).

Na literatura há também uma importante descrição acerca do perfil das empresas das economias emergentes, que pode funcionar como chave de leitura para os movimentos de aquisições em grande parte por explicar o objetivo destas operações.

Via de regra estas empresas possuem abundância em recursos e ativos tangíveis, a saber: acesso a certas fontes de matéria-prima, capitais para financiamento e vantagem oligopolística no mercado doméstico, sendo estas algumas das vantagens específicas dos seus países de origem (Kumar, 2007; Buckley *et al.*, 2014). Além disso, possuem acesso a capital barato e vantagem relativamente a atividades intensivas em trabalho, o que funciona como um suporte importante para o seu desenvolvimento internacional. Por outro lado, como

demonstrado por Buckley *et al.* (2014), as multinacionais dos países emergentes não possuem ativos e recursos intangíveis fortes o suficiente para competir com as empresas de topo dos países desenvolvidos. Para tanto, os investimentos feitos têm como objetivo diminuir esta desvantagem via aquisição de empresas em economias desenvolvidas para novos ativos intensivos em tecnologia e conhecimento.

Como apresentado anteriormente, a aquisição internacional permite que as empresas dos países emergentes possam ter acesso a ativos, recursos e competências estratégicos de forma muito rápida e eficaz (Buckley *et al.*, 2014). Graças ao crescimento das reservas internacionais de divisas estrangeiras por parte das economias emergentes e a estrutura financeira que viabiliza certa vantagem e acesso a capitais para financiamento, as empresas das economias emergentes podem incorporar, via fusões e aquisições, competências e recursos que alavanquem sua performance e resultado (Liu *et al.*, 2010). Os objetivos, além de ativos com maior complexidade e mais intensivos em tecnologia, também incluem o acesso a recursos naturais e matérias-primas que asseguram as operações das suas multinacionais por maior tempo.

Ademais, o IDE dos países em desenvolvimento possui papel de incentivador do crescimento económico doméstico, o que impulsiona a criação de ferramentas e políticas que facilitem a internacionalização das suas empresas (Liu *et al.*, 2010). Nas últimas décadas as políticas do governo chinês incentivaram fortemente as empresas da China a investirem internacionalmente. Chen & Young (2010) e Guo *et al.* (2016) referem que o governo chinês é o maior acionista nas principais companhias chinesas a adquirir companhias em países desenvolvidos. Não obstante, o papel do governo como incentivador da internacionalização e como proprietário de empresas multinacionais é salientado em vários estudos (Guo *et al.*, 2016; Del Bo *et al.*, 2017) e compreender a sua relação com os *drivers* relativos à tomada de decisão para F&A é demasiado importante para o contexto do IDE contemporâneo.

A maior parte deste Investimento Direto Estrangeiro com origem nos BRIC é em forma de fusões e aquisições transnacionais (Deng & Yang, 2015), como anteriormente referido, e tendo como objetivo o controle das fontes de recursos naturais que garantam o fornecimento para a produção, além da obtenção de recursos tecnológicos e competências organizacionais para incremento da sua competitividade. Para tal, as economias desenvolvidas representam alvo interessante para alcançar estes objetivos dada a existência de centros

de investigação e desenvolvimento, mercados com alto padrão de consumo e, em alguns casos, acesso a recursos minerais estratégicos.

Contudo, um dos fatores determinantes para a aquisição transnacional dos países em desenvolvimento encontra-se a nível institucional tanto do país de origem do adquirente quanto da empresa adquirida. Deng & Yang (2015) defendem que a lógica por detrás da fusão e aquisição internacional está no nível da efetividade e constrangimento que as regulações e normas do país recetor da aquisição representam para o adquirente, aumentando a dificuldade e o risco da negociação. Do mesmo modo, Guo *et al.* (2016) descrevem o papel dos governos das economias emergentes, usando o caso das políticas de investimento internacional chinesas, para sobrepor esta dificuldade dos mercados mais regulados para o IDE via fusões e aquisições. A política “go global” da China deu o suporte institucional necessário para que as suas empresas nacionais angariassem recursos estratégicos em conhecimento e tecnologia que os tornassem mais competitivos e, em última medida, fossem capazes de ultrapassar as barreiras à entrada. Assim, com o desenvolvimento da presença internacional das suas empresas e, consequentemente, da sua competitividade, o bem-estar económico nacional seria positivamente impactado via efeitos de eficiência da produção e desenvolvimento tecnológico. Dessa forma, o governo chinês afetou drasticamente a tomada de decisões relativas a F&A.

Thomas & Narayanan (2012) defenderam a importância de instrumentos, como subsídios fiscais ou financiamento às empresas que desempenhassem atividades de pesquisa e desenvolvimento, que promovessem a internacionalização das empresas com alta produtividade, além de reformas estruturais que facilitassem a importação de bens de capitais e a transferência de tecnologia.

Como defendido por Holtbrügge (2012), as empresas transnacionais dos BRIC tiveram forte apoio governamental a nível financeiro e institucional, que amenizaram os custos e riscos inerentes à internacionalização. Como apontado por Luo *et al.* (2010) o crescimento do investimento direto estrangeiro é fruto, em grande parte, da liberalização comercial e do avanço das políticas regulatórias nas economias emergentes, como também do papel do Estado atuando como incentivador ao conceder estruturas financeiras que permitam ultrapassar barreiras e desvantagens competitivas. Este movimento advém do objetivo do Estado Nacional de maximizar o bem-estar da população via incremento da performance e eficiência das suas empresas nacionais (Luo *et al.*, 2010).



Nesta linha de pensamento, a partir de uma visão baseada na teoria da dependência de recursos é possível compreender as determinantes das F&A das economias emergentes uma vez que as empresas e os países seriam dependentes da afetação de recursos disponíveis no ambiente no qual estão inseridos. Deng & Yang (2015) apresentam a hipótese de que as empresas multinacionais podem funcionar como uma ferramenta que garanta acesso a recursos importantes e escassos via aquisições internacionais. Deng & Yang (2015) defendem, na perspectiva da dependência de recursos, que o acesso a recursos naturais foi o objetivo de algumas aquisições recentes.

Adicionalmente, a revisão de literatura demonstrou evidências acerca de diferenças entre as operações de empresas públicas e privadas. Foi possível identificar pontos distintivos entre as atividades de F&A das empresas de capital público e as empresas privadas em Reddy *et al.* (2016), que encontraram evidências nas empresas públicas chinesas ao efetuarem aquisições de maior valor e buscarem recursos que eram escassos e estratégicos em relação ao seu país de origem, mesmo que para isso tivessem que pagar prêmios mais altos; ao passo que as empresas privadas indianas realizaram investimentos em busca de acesso a mercados e ativos estratégicos. Ou seja, as empresas públicas neste caso tenderiam a adquirir ativos e recursos de longo prazo (Reddy *et al.*, 2016) e a pagar maiores prêmios nas aquisições (Guo *et al.*, 2016) em comparação com as empresas privadas.

Em termos do perfil dos países de destino das F&A, comparativamente as empresas públicas chinesas estiveram mais propensas a investirem em países de economias tanto em desenvolvimento quanto desenvolvidas, ao passo que as empresas privadas indianas tendiam a investir apenas em países desenvolvidos. Embora fatores como o tamanho do mercado recetor e condições do fornecimento de materiais para a produção fossem importantes para a tomada de decisão para o investimento, o suporte institucional e os constrangimentos regulatórios pareceram ser *drivers* de maior impacto para as aquisições (Peng, 2012). Outro contraponto entre a tomada de decisões que diferem empresas públicas das privadas foi demonstrado por Deng & Yang (2015) ao verificar que as F&A levadas a cabo por empresas de capital público são mais propensas a procurar recursos naturais e explorar países que possuam estruturas de governo menos efetivas.

Em termos teóricos, é interessante notar que Holtbrügge & Kreppel (2012) perceberam nos BRIC um comportamento na tomada de decisões sobre a internacionalização que nem sempre segue a vertente teórica tradicional. As empresas destes países possuem

um contexto diferente, resultado das características peculiares dos seus países de origem (Holtbrügge & Kreppel, 2012). Como citado em Alcântara *et al.* (2016), as multinacionais não buscaram a internacionalização visando apenas procura de mercado e sim para adquirir ativos estratégicos que alavancassem a sua competitividade doméstica, como também para garantir acesso a mão-de-obra qualificada e proximidade geográfica. No caso da China, como apresentado em Liu *et al.* (2005) que estudou se o IDE chinês seguiria ou não os padrões já explicados na literatura, identificou que os novos determinantes da expansão internacional das multinacionais chinesas criavam resultados conflitantes e que não tinham ainda sido abarcados nos pressupostos teóricos anteriores, graças à agenda de reformas estruturais praticadas pela política “*go global*” da China.

Conforme apontado por Paul & Benito (2017), nos estudos apresentados sobre o tema das F&A transnacionais, o framework de Dunning e o modelo de Uppsala sofrem críticas na literatura, dado que as empresas multinacionais dos BRIC não buscaram uma lógica evolutiva e gradual que as permitisse adquirir maior conhecimento acerca do mercado de destino dos seus investimentos. Contudo, outras ferramentas de explicação, como a teoria institucional, o Dunning *framework* e a “*spring board perspective*” se aproximam mais da realidade de internacionalização de multinacionais dos países emergentes (Paul & Benito, 2017).

Do ponto de vista do OLI *framework*, as empresas dos países emergentes se internacionalizariam para alavancar sua performance baseando-se nas suas vantagens específicas ao nível da empresa. Em contrapartida, Mathews (2006)(*cfr.* Belussi *et al.*, 2016) e Luo & Tung (2007)(*cfr.* Belussi *et al.*, 2016) contribuíram com dois pontos de vista que mais se aproximam das evidências da literatura, uma vez que compreendem o movimento do IDE, via F&A, realizado pelas empresas dos países emergentes como uma forma de compensar as suas desvantagens competitivas e corresponder à necessidade de tecnologias avançadas e competências para a competição no mercado global (Belussi *et al.*, 2016).

Outras novas ferramentas de análise foram identificadas na revisão de literatura de Paul & Benito (2018) que identificaram os determinantes da internacionalização, como o LLL *framework* (*linkage, leverage, and learning*) (Mathews, 2006)(*cfr.* Belussi *et al.*, 2016) entendendo o movimento de expansão internacional como forma de acesso a recursos que ligassem as empresas aos canais internacionais de distribuição e produção, alavancassem as suas vantagens competitivas via complementaridades e sinergias da empresa adquirente com a empresa adquirida, e o aprendizado com novas tecnologias que lhes dessem maior eficiência

(Belussi *et al.*,2016). Relativamente aos postulados teóricos tradicionais já estabelecidos, estes não funcionam bem em todas as situações de F&A de países emergentes ao adquirir empresas em países desenvolvidos (Kuada,2002).

Como defendido por Hillman *et. al.* (2009) e Deng & Yang (2015), a construção teórica da dependência de recursos tem sido pouco valorizada pela literatura apesar de ser uma ferramenta importante para a compreensão de disparidades no padrão das F&A de economias emergentes em perspectiva comparada com outros processos. Além deste, um trabalho importante de Del Bo *et al.* (2017) contribuiu imenso para esclarecer a importância que as características de propriedade das multinacionais dos países emergentes possuem nas F&A internacionais. Para Del Bo *et al.* (2017) a presença de capital público na estrutura de capital das multinacionais tem influência na tomada de decisão tanto da compra quanto da venda, como também no volume capitais e no perfil da outra parte.

Tanto como adquirente ou como adquirido, o ente estatal é mais avesso ao risco e ao falhanço pós-venda/aquisição quando comparado a uma multinacional com estrutura de capital privado. A análise de Del Bo *et al.* (2017) demonstrou que as empresas de capital público estão submetidas a constrangimentos diferentes das demais por conta da opinião pública e da necessidade de garantir o bem-estar nacional, o que as torna mais temerosas ao risco pós aquisição, sendo estes nomeados como “*risk-averse*”. Os *drivers* para as empresas privadas as tornariam voltadas à maximização dos resultados e a corresponder aos objetivos dos seus *stakeholders* (Del Bo *et al.*,2017).

Portanto, os dados do seu estudo demonstraram que, quando uma empresa pública está envolvida em atividades de venda ou compra a contraparte é imbuída de certas características que estão correlacionadas ao medo do risco pós F&A. As características são: maiores volumes de ativos, maior solvência do que em operações *private-private* e maior experiência em IDE (Del Bo *et al.*,2017).

## 2.3 Contribuições do presente estudo

Estes resultados tornam-se importantes em relação às F&A dos BRIC, dado que as empresas públicas têm participação significativa para a internacionalização desses países. (Suavant, 2006). Portanto, tendo em vista o objetivo desta tese de identificar os padrões e o comportamento das empresas dos BRIC em negociações de F&A, será replicado neste estudo a metodologia utilizada em Del Bo *et al.* (2017), mas usando como objeto de pesquisa as transações em que as empresas dos BRIC estão no papel de adquirentes.

Como explicado anteriormente, dentre as possibilidades do IDE, as fusões e aquisições são uma ferramenta de forte impacto e efetividade, mas com alto grau de risco e comprometimento. Alguns estudos já procuraram compreender suas determinantes, como no caso de Kausika (2016), que usou o impacto de variáveis já apontadas na literatura para identificar padrões no fluxo de IDE via F&A de adquirentes de países nórdicos.

Desse modo, após identificar a relevância dos BRIC na categoria de emissores de Investimento Direto Estrangeiro e, a partir disso, que as fusões e aquisições representam um importante modo de entrada, dada a capacidade de garantir acesso rápido e recursos e ativos buscados por esses países, o presente trabalho quer analisar as operações de F&A e se as características de propriedade, conforme demonstrado por Del Bo *et al.* (2017), alteram o perfil e o padrão dessas negociações. Dado que a literatura ainda não abordou com profundidade o tema das F&A dos BRIC em conjunto e uma vez que, conforme sustentado em Del Bo *et al.* (2017) e Holtbrügge & Kreppel (2012), as fusões e aquisições de empresas públicas possuem função importante no *outward foreign direct investment* (OFDI) desses países, este estudo se torna importante para explicar o papel das características de propriedade e procurar encontrar seu impacto no perfil do adquirente.

A literatura já demonstrou que as aquisições realizadas por empresas chinesas de capital público tendem a pagar maiores prêmios nas negociações, em comparação com empresas de capital privado (Guo *et al.*, 2016). Do mesmo modo, os objetivos das fusões podem divergir de acordo com a origem das empresas e as suas características de propriedade.

Finalmente, em termos de metodologia, usaremos variáveis quantitativas retiradas da base de dados Zephyr, desenvolvida pela Bureau Van Dijk, ao nível das transações e das empresas envolvidas em F&A transnacionais tendo como adquirentes empresas com origem nos BRIC, que permitam identificar qual é a relevância e o impacto das características de propriedade das mesmas na negociação. Acerca da análise de dados, na literatura encontramos como forma mais usada de análise estatística das variáveis o OLS *framework*, como usado por Del. Bo *et al.* (2017) e Belussi *et al.* (2016). Ambos também usaram a base de dados Zephyr para recolha de informações.

O período atual dos negócios internacionais assiste a uma mudança nos paradigmas globais graças à emergência dos BRIC (Buckley *et al.*, 2014), e entender este fenómeno permanece como um desafio e necessidade para a academia. O estudo sobre as F&A dos

países emergentes não se trata somente de compreender as características, mas também identificar padrões nos eventos que ocorreram nas últimas décadas. Para tal, se faz necessário adaptar as estruturas teóricas que analisem melhor os mecanismos organizacionais e os drivers para a tomada de decisão.

Abaixo se encontra uma tabela sintetizando os estudos usados para a revisão de literatura, bem como os objetivos, e principais resultados obtidos. Os estudos encontram-se organizados em ordem alfabética para melhor referência.

Tabela 1. Síntese dos estudos sobre OFDI dos BRIC

Autor	Objetivo	Resultado
Alcântara <i>et al.</i> (2016)	Estudar os determinantes do IDE das empresas brasileiras e verificar se eles se encaixam nos pressupostos já determinados na literatura.	Os dados demonstraram que a internacionalização buscou não o caminho tradicional de redução de custos e acesso a mercados ou eficiência. A decisão do IDE foi tomada visando mão de obra qualificada e menor distância geográfica e psicológica para com o recetor do investimento.
Belussi <i>et al.</i> (2016)	Analizar os padrões e drivers de F&As dos BRICs em comparação com países europeus, Japão e EUA na indústria de bens de capital de 2000 a 2014.	As empresas dos países emergentes tendem a adquirir ativos importantes e concentrados em tecnologia e com alta potencialidade tecnológica, enquanto as empresas de países desenvolvidos equilibram as F&As entre empresas não inovadoras e inovadoras.
Buckley <i>et al.</i> (2014)	Avaliar o impacto das F&As das empresas dos países em desenvolvimento nas empresas alvo, testando se a performance tende a melhorar ou piorar após a fusão.	Os dados mostram que a performance da empresa alvo tende a melhorar após a aquisição por parte de empresas de países em desenvolvimento. Ademais, os testes identificaram que nem todo o tipo de experiência anterior em transações de F&A são significativas para o sucesso pós F&A. Contudo, ter antecedentes de investimentos no exterior ajuda na absorção de novos conhecimentos e na exploração de complementariedades entre as empresas.
Caiazza & Volpe (2015)	Rever a literatura com o intuito de explorar o grau de atualização dela em comparação com os processos atuais de F&As e indicar sugestões para estudos futuros.	A literatura identificou novos <i>drivers</i> para a internacionalização e a necessidade de novos modelos teóricos que abarquem a dimensão estratégica e cultural dos novos movimentos de F&As.

Del Bo <i>et al.</i> (2017)	Investigar se as empresas públicas desviam do padrão de negociações das demais empresas privadas devido a suas características de propriedade em transações de Fusões e Aquisições.	Os resultados mostram que transações de F&A que envolvem empresas públicas fogem do padrão esperado em termos dos perfis das transações que envolvessem empresas privadas, relativamente ao volume de ativos, solvência e proximidades em comparação com transações de empresas privadas.
Deng e Yang (2015)	Aplicar a teoria da dependência de recursos com fim de compreender as aquisições dos países emergentes em empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento.	Os fatores que atraem o investimento não são os mesmos em perspectiva comparada dentre os países em desenvolvimento. Contudo, o ambiente regulatório e efetividade governamental do país recetor afeta a capacidade de prever o volume de transações, pois grau de regulação afeta a forma do investimento e sua intensidade.
Gammeltoft (2008)	Demonstrar de forma empírica se o crescimento atual do investimento estrangeiro por empresas dos BRIC constitui uma "terceira onda" do IDE, diferente ou não do que foi descrito anteriormente na literatura.	As mudanças nos <i>drivers</i> para o investimento, formas de propriedade, tipos de destinos e outros tipos de diferenciações do padrão do IDE anteriormente notado na literatura demonstram que o atual crescimento no IDE pelos países emergentes, com preponderância dos BRIC, constituem uma terceira onda de internacionalização.
Guo <i>et al.</i> (2016)	Entender os determinantes que levam as empresas dos países emergentes a pagar maiores preços do que média em operações de F&A.	Os determinantes para tal padrão nas transações de F&A são, em grande parte, as características de propriedade das empresas (empresas estatais tendem a pagar valores acima da média em F&A) dos países emergentes.

Holtbrugge & Kreppel (2012)	Compreender quais são as determinantes para o IDE dos BRIC e seus antecedentes.	Os dados mais relevantes foram ao nível do país, da indústria e da empresa. Um dos <i>drivers</i> mais importantes foi o acesso a novos mercados e recursos tecnológicos. Em perspectiva comparada, no IDE efetuado por empresas Brasileiras e Indianas o maior objetivo foi o acesso a mercados motivados por razões econômicas. Ao passo que empresas Chinesas e Russas tiveram maior motivação e apoio políticos, buscando a concretização de interesses estratégicos principalmente ao nível da indústria.
Kausika (2016)	Estudar os determinantes das F&As focando nas operações efetuadas por empresas dos países nórdicos, com objetivos de identificar padrões e determinantes.	As variáveis já identificadas na literatura como proteção ao investidor, cotação das moedas, retorno do mercado são capazes de explicar o padrão das negociações. Contudo, a nível individual os resultados divergem entre os países. Somente a variável comércio bilateral é significativa em todos os cenários.
Luo <i>et al.</i> (2010)	Identificar como e porque os governos dos países em desenvolvimento afetam os movimentos de IDE.	Os governos, ao promoverem políticas monetárias e subsídios de financiamento ao IDE, diminuem a desvantagem de suas empresas nacionais frente às suas concorrentes internacionais.
Reddy <i>et al.</i> (2016)	Construir um framework a partir do paradigma OLI para estudar as estratégias de internacionalização via aquisições dos países emergentes.	As empresas estatais chinesas tendem a efetuar transações com maior valor, visando o controle de recursos que são escassos em seu país de origem e tendem a diversificar seu investimento entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Ao passo que as empresas privadas indianas tendem a investir em países desenvolvidos, com foco em abertura de mercado e controle de ativos estratégicos, mas com menor valor de compra.



Sauvant (2005)	Identificar quem são os principais atores, drivers e o papel das políticas domésticas no IDE dos BRICs, e questionar quais são os projetos para o futuro.	A liberalização econômica modificou as dinâmicas internas dos governos dos países em desenvolvimento. A performance econômica nacional está de certa forma atrelada ao desempenho das suas empresas multinacionais na competição internacional. Portanto, tem crescido a relevância das políticas de incentivo a internacionalização dos BRIC, bem como das reformas com base nas práticas já adotadas para facilitar a internacionalização.
Paul & Benito (2018)	Estudar na literatura o OFDI de países emergentes as suas principais características em termos de motivações e <i>drivers</i> para a internacionalização.	O tema da emissão de investimento direto estrangeiro por parte dos países emergentes é uma área que permanece pouco explorada. Poucos estudos focaram na análise de performance das multinacionais e suas reais motivações para a internacionalização em termos estratégicos. Uma das questões mais relevantes está relacionada com a necessidade de desenvolver novos marcos teóricos para analisar este fenômeno.
Thomas & Narayanan (2017)	Analizar o IDE Indiano relativamente as empresas manufatureiras e o impacto das características ao nível da empresa como determinante no volume de IDE.	Há correlação entre o volume de IDE e as exportações das empresas indianas. O investimento em tecnologia e o aumento da competitividade em bens de capital aumentam a probabilidade de a empresa efetuar investimento no estrangeiro.

### 3. Metodologia

Na presente secção será apresentada a metodologia do estudo. Assim, começa-se com a descrição do foco e objetivo da pesquisa (secção 3.1). De seguida, discorre-se acerca da preparação da base de dados, os critérios para a seleção da informação e a metodologia estatística empregada para explicar a questão da investigação (secção 3.2).

#### 3.1. Foco da Pesquisa e Objetivos

Segundo já mencionado na revisão de literatura, este estudo tem como objetivo identificar os efeitos das características de propriedade das empresas dos BRIC em transações de fusões e aquisições internacionais. O foco da pesquisa será reproduzir de forma adaptada o trabalho de Del Bo *et al.* (2017), contribuindo para a literatura ao analisar conjuntamente as transações de F&A transnacionais de empresas adquirentes dos países BRIC.

Foi já identificado pelos estudos de Del Bo *et al.* (2017) e Guo *et al.* (2016) que há diferenças em termos dos *drivers* de decisão consoante as características de propriedade das empresas. Isso tem a ver com os objetivos de cada uma e suas responsabilidades para com seus controladores. As empresas privadas, *grosso modo*, têm como objetivo maximizar a sua rentabilidade e, por conseguinte, o lucro, correspondendo aos objetivos dos seus acionistas.

Contudo, as empresas públicas possuem objetivos distintos, dado que os governos podem ter interesse outros resultados que não o simples incremento do lucro da empresa ou do valor por ela gerado, influenciando no processo de escolha e decisão dessas empresas com suas próprias motivações. Essa questão pode impactar significativamente as aquisições feitas pelas empresas públicas e, por isso, possuir características diferentes em comparação com operações efetuadas apenas entre empresas privadas.

Somado esse fato com o novo momento da envolvente internacional aonde as empresas dos países emergentes, nomeadamente os BRIC por ter alta relevância nesse grupo de países de economia em desenvolvimento, se torna importante testar os efeitos e os padrões do impacto das características de propriedade nas fusões e aquisições internacionais negociadas por essas empresas. Parte desta motivação também é devido a importância cada vez maior das empresas públicas nos BRIC, por desempenharem papel estratégico na expansão internacional dessas economias e por serem *players* de alta relevância em termos do volume das suas operações.

Portanto, o objetivo do estudo será identificar se a propriedade da empresa adquirente importa ou não nas decisões de fusões e aquisições e, por conseguinte, se quando uma empresa pública está envolvida na transação as características das empresas envolvidas são ou não diferentes em comparação com transações apenas entre empresas privadas.

## 3.2. Dados e Metodologia

Foi usada a base de dados Zephyr com o intuito de extrair informações acerca das transações de fusões e aquisições internacionais tendo como adquirentes empresas dos BRICs. A base Zephyr é uma fonte de dados acerca de negociações de fusões e aquisições internacionais, como também de outras operações, como IPO, cuja coleta de informação varia desde fontes ligadas ao jornalismo até coletivas de imprensa e publicações das empresas. A mesma base foi usada em trabalhos semelhantes acerca de F&A internacionais, como em Del Bo *et al.* (2017) e Belussi *et al.* (2016). Após admitir a informação gerada foi usado como critério de limpeza de dados a eliminação das transações que não possuíam informações para todas as variáveis que viriam a ser utilizadas no modelo estatístico, que estão apresentadas a seguir. Este critério de exclusão foi escolhido de acordo com os trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Belussi *et al.* (2016), uma vez que sem poder identificar a propriedade da empresa e o valor das variáveis que foram utilizadas no estudo não seria possível ter resultados significantes para a análise descritiva e econométrica.

Portanto, a base Zephyr, que é disponibilizada pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto, foi consultada usando os seguintes critérios de pesquisa:

- Transações relacionadas com Fusões (“*Merger*”) e Aquisições (“*Acquisition*”) internacionais;
- Transações que já estivessem completadas (“*Current deal Status Completed*”);
- Operações exclusivamente transnacionais que fossem de empresas com origem nos BRIC (“*Cross Border deals Brazil, China, India, Russian Federation*”).

Com esses critérios a base Zephyr exportou 4.336 transações como resultado da pesquisa. A base forneceu para o estudo dados relativos a negociação propriamente dita (data em que foi completada a transação, valor da negociação, nome da empresa adquirente e adquirida, país de origem das empresas envolvidas), e informações relativas à empresa adquirente (total de ativos, receita operacional), e características de propriedade das empresas envolvidas e setor de atividade das mesmas.

Além disso, para selecionar as transações que envolvessem as empresas dos países dos BRIC dentre as transações exportadas do Zephyr, selecionamos apenas as transações que possuíam como adquirentes últimos aquelas empresas que tivessem origem nos países BRIC. Para tal o conceito usado foi selecionar todas as empresas cujos GUO (*Global Ultimate Owner*) estivessem localizados nos BRIC, conforme Del Bo *et al.* (2017). Esse tipo de critério permite identificar se o acionista principal realmente pertence aos BRIC, o que elimina do estudo empresas subsidiárias de controle vindo de outros países e que estejam situadas nos BRIC, as quais não são o objetivo deste estudo.

Depois de efetuar a seleção descrita acima a amostragem final para o estudo contou com 180 transações de fusões e aquisições efetuadas entre o período de 1998 a 2018. Há uma limitação em termos da publicação de resultados das empresas e suas informações financeiras já identificada em outros estudos (Del Bo *et al.*, 2017; Belussi *et al.*, 2016) por parte das companhias chinesas, a qual possui a maior participação no modelo montado. Ademais, por não ter acesso a outras bases de dados que pudessem complementar os dados ao nível da empresa, o estudo ficou limitado a usar apenas informações disponibilizadas pela Zephyr.

Para poder alcançar o objetivo do trabalho de identificar os padrões das transações de F&A desses países e, por conseguinte, os efeitos das características de propriedade das empresas adquirentes, as transações foram agrupadas em 4 grupos, conforme o trabalho de Del Bo *et al.*, (2017):

- Público-Público: adquirente e alvo de propriedade pública
- Público-Privado: adquirente público e empresa alvo privada (nacionalizações)
- Privado-Público: adquirente privado e empresa alvo pública (privatizações)
- Privado-Privado: adquirente e alvo de propriedade privada.

A Tabela 2 mostra a percentagem por tipo de transação de acordo com a categorização demonstrada acima. O grupo de maior expressão dentre as quatro é a Privado-Privado, como já era esperado e vai de encontro com os trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) correspondendo a 56,1% do total de transações analisadas.

Tabela 2: Transações de acordo com o tipo de propriedade das empresas

		Empresa alvo					
		Público		Privado		Total	
		Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Adquirente	Público	11	6,1	19	10,6	30	16,7
	Privado	49	27,2	101	56,1	150	83,3
	Total	60	33,3	120	66,7	180	100

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

As nacionalizações (transações do grupo Público-Privado) correspondem a 27,2% das observações, sendo maior do que a percentagem das privatizações (transações do grupo Privado-Público), que somam 10,6% do total, também em linha com os resultados de Del Bo *et al.* (2017) sobre nacionalizações e privatizações. Por fim, na amostra preparada para a análise em 43,9% das transações ao menos um dos *players* é uma empresa de propriedade pública.

Ademais, a Tabela 3 demonstra a distribuição geográfica das transações por país da empresa adquirente. Como já era expectável pela literatura, a China é o país líder nos 4 grupos de F&A.

Tabela 3: Distribuição geográfica por país da empresa adquirente (%)

	Privado-Privado	Privado-Público	Público-Público	Público-Privado
Brasil	5%	16%	0%	14%
Rússia	15%	26%	27%	24%
China	50%	42%	73%	55%
Índia	31%	16%	0%	6%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Em relação aos setores das empresas adquirentes é possível identificar, de acordo com a Tabela 4, que a grande maioria destes é do setor de fabricação de componentes eletrônicos, motores e indústria de transformação, bem como de atividades do setor financeiro e seguros e extração de petróleo e gás. Tanto os resultados da distribuição geográfica e da distribuição de setores das empresas adquirentes estão igualmente de acordo com os resultados dos estudos de Del Bo *et al.* (2017) para casos semelhantes.

Tabela 4: Distribuição setorial (NACE 2) das transações (%)

Setor da empresa adquirente	%
Agricultura e alimentos	4
Atividades do setor financeiro e de seguros	9
Comércio varejista	4
Construção	6
Defesa privada	2
Extração de petróleo cru e gás	7
Fabricação de componentes eletrônicos, motores, e indústria de transformação.	38
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	3
Gestão e consultoria	1
Hotéis e acomodações	1
Indústria de ferro e aço	4
Mineração	6
Portos e navios	1
Produção de materiais não ferrosos	1
Tecidos	1
Tecnologia	6
Telecomunicações	4
Transporte	2
Tratamento e distribuição de água	1
Total	100

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Acerca das variáveis para o estudo, foram identificadas na literatura um conjunto alargado de variáveis que poderiam ser incluídas no estudo. Contudo, devido das limitações relativamente à base de dados, foram escolhidas cinco variáveis, sendo três quantitativas e duas categóricas para incorporar a análise. Com o intuito de explicar o objetivo da pesquisa no tocante aos efeitos das características de propriedade nas operações de fusões e aquisições, foram usadas variáveis de tamanho ao nível da empresa adquirente e da transação, uma variável de localização consoante ao país da empresa adquirente e adquirida, e uma variável de experiência acerca do setor de atuação das duas empresas envolvidas na operação. Assim:

- **Mesmo Setor:** de acordo com a Revisão 2 do código NACE indica qual é a área de negócio e a atividade das empresas adquirentes e adquiridas. Assim, será possível identificar se a aquisição está relacionada com empresas ativas no mesmo setor de atuação ou não. Esta variável categórica assume o valor 1 caso adquirente e adquirido

forem do mesmo setor e 0 caso não, em consonância com o que foi encontrado na literatura pelos trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Reddy *et al.* (2016).

- **Valor da transação:** o valor em dólares americanos da transação de fusão e aquisição. Dado que os números possuem escalas de grandeza muito díspares, será usado para os efeitos das análises estatísticas o logaritmo natural dos valores monetários, consoante o utilizado nos trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Reddy *et al.* (2016).
- **Total de ativos:** valor em dólares americanos do total de ativos da empresa adquirente relativos ao balanço financeiro informado no ano anterior a data da aquisição. Os valores para ela assumidos foram igualmente usados em forma de logaritmo natural para as análises estatísticas, de acordo com os trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Reddy *et al.* (2016).
- **Receita Operacional:** valor em dólares americanos da receita operacional da empresa adquirente relativos ao balanço financeiro informado no ano anterior a data da aquisição. Os valores para ela assumidos foram igualmente usados em forma de logaritmo natural para as análises estatísticas, de acordo com os trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Reddy *et al.* (2016).
- **Mesmo País:** com base na localização da empresa adquirente e adquirida esta variável indica se a transação de Fusão e Aquisição se dá entre diferentes países ou não. Esta variável categórica assume o valor 1 caso adquirente e adquirido forem do mesmo país e 0 caso não, em consonância com o que foi encontrado na literatura pelos trabalhos de Del Bo *et al.* (2017) e Reddy *et al.* (2016). Como anteriormente referido, esta tese usou como parâmetro de localização da empresa adquirente empresas cujo GUO (*Global Ultimate Owner*) se situam nos BRIC. Isso significa que o detentor do capital da empresa adquirente envolvida em F&A é localizada os BRIC.

As estatísticas descritivas das variáveis são apresentadas nas tabelas 5 e 6 e, de acordo com a dispersão dos dados, é possível identificar que para as variáveis quantitativas – Total de Ativos, Receita Operacional e Valor da transação – quando há pelo menos uma empresa pública envolvida na negociação o valor da média é sempre maior quando comparado às transações Privado-Privado.

Além disso, para a variável Total de Ativos, o grupo com maior média é Público-Público, demonstrando que em termos de ativos da empresa adquirente as empresas públicas têm maior volume de ativos em média do que em comparação com as empresas privadas. O mesmo ocorre em termos da Receita Operacional e Valor da transação, pois o grupo

com maior média em ambos casos pertence ao grupo Público-Privado. Este resultado vai de encontro com os resultados de Del Bo *et al.* (2017), pois é esperado que em casos de nacionalizações (quando uma empresa pública adquire uma empresa privada) as empresas públicas tendem a ter menores constrangimentos financeiros em comparação com as privadas. Ainda sobre a variável Receita Operacional, há um valor mínimo registrado de - 0,04 milhões de USD. Este valor se refere ao último demonstrativo de contas de uma empresa pública chinesa do setor de infraestrutura e mineração. Um possível motivo para esse valor se deve a contratos de longa duração (comum nos setores de investimentos em infraestrutura) que incorrem em custos seguidos para a empresa investidora. Na contabilidade da Receita operacional a empresa pode refletir o custo da operação (como tributos relativos a mão de obra utilizada no empreendimento).

Como discutido em Del Bo *et al.* (2017), parte disto é devido a aversão ao risco por parte das empresas públicas de caírem em problemas financeiros após a aquisição e, portanto, estas tendem a ter melhor saúde financeira. Ademais, quando uma aquisição se trata de resgate de uma empresa em risco de falência, os governos tendem a transferir esse tipo de negociações a empresas públicas com maior robustez e capacidade de liquidez, para que possam absorver o passivo e as dívidas da empresa adquirida sem prejudicar o orçamento de estado. Por fim, casos de transações Público-Privadas podem se tratar de transações relacionadas a empresas de setores estratégicos – como distribuição de energia e indústria – e as aquisições fazem parte de um projeto de controle estratégico de mercados com barreiras altas em relação a entrada de novos *players*.

Tabela 5: Mínimas, médias e máximos das variáveis quantitativas (em Milhões de USD)

Todas as transações					
	Total de Ativos		Receita Operacional		Valor da Transação
Mínima	\$	0,02	\$	-0,04	\$ 0,84
Média	\$	119.868,82	\$	14.775,38	\$ 36.204,67
Máxima	\$	3.783.825,79	\$	240.965,50	\$ 2.751.319,20

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Por fim, os máximos relativos a cada variável quantitativa também pertencem a empresas públicas no papel de adquirente nas três variáveis quantitativas do modelo.



Tabela 6: Mínimos, médias e máximos das variáveis quantitativas (em Milhões de USD)

Total de Ativos				
	Privado-Privado	Privado-Público	Público-Público	Público-Privado
Mínimo	\$ 0,07	\$ 956,79	\$ 790,94	\$ 0,02
Média	\$ 9.850,60	\$ 498.301,34	\$ 857.030,92	\$ 34.416,56
Máximo	\$ 192.411,11	\$ 3.783.825,79	\$ 3.903.962,33	\$ 378.810,57
Receita Operacional				
	Privado-Privado	Privado-Público	Público-Público	Público-Privado
Mínima	-	\$ 20,46	\$ 17,48	\$ -0,04
Média	\$ 5.602,47	\$ 21.578,59	\$ 23.868,00	\$ 29.003,63
Máxima	\$ 177.523,80	\$ 98.810,74	\$ 100.243,50	\$ 240.965,50
Valor da Transação				
	Privado-Privado	Privado-Público	Público-Público	Público-Privado
Mínima	\$ 0,84	\$ 16,47	\$ 170,00	\$ 3,00
Média	\$ 11.832,94	\$ 62.071,24	\$ 12.140,77	\$ 81.812,49
Máxima	\$ 271.743,80	\$ 291.000,00	\$ 69.000,00	\$ 2.751.319,20

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Após identificar os padrões pela análise descritiva dos dados, com o objetivo de testar se as impressões permanecem sob uma análise econométrica, inicialmente foi usada para estudar o impacto dos tipos de transação sobre as variáveis quantitativas uma regressão linear simples, com o intuito de medir a relação da propriedade da empresa adquirente para com as variáveis ao nível da transação e da empresa e se os dados das transações de F&A podem ser explicados pelo tipo de propriedade da empresa adquirente. Abaixo segue a descrição da equação utilizada para a regressão, que foi calculada usando o SPSS (IBM):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PúblicoPúblico} + \beta_2 \text{PúblicoPrivado} + \beta_3 \text{PrivadoPúblico} + e_i$$

Para este modelo, foi assumido como a variável Y, respectivamente, o logaritmo natural dos valores em dólares americanos das variáveis Total de Ativos, Receita Operacional e Valor da Transação, e as variáveis categóricas Mesmo País e Mesmo setor. Estas variáveis foram colocadas como dependentes para cada um dos 4 grupos de transações já mencio-

nadas (Público-Público, Público-Privado, Privado-Público, Privado-Privado). Neste modelo, um coeficiente linear significativo ( $p < 0,05$ ) sugere em qual extensão as características de propriedade da empresa adquirente estão correlacionadas com a variável dependente Y. Por fim,  $e_i$  representa os erros aleatórios do modelo.

É esperado que haja uma correlação positiva e significativa relativamente as variáveis quantitativas (Total de Ativos, Receita Operacional e Valor da Transação) tendo pelo menos uma empresa pública presente na transação como adquirente ou adquirida, tendo em vista a análise descritiva e os resultados dos estudos de Del Bo *et al.* (2017).

Após a regressão linear identificar o tipo de relação entre o tipo de propriedade da adquirente e as variáveis de tamanho, experiência e proximidade, foi efetuada uma regressão logística multinomial, colocando as variáveis Total de ativos, Receita Operacional e Valor da transação como fatores da regressão (variáveis independentes), as variáveis categóricas Mesmo país e Mesmo setor como controles do modelo, e uma variável categórica assumindo as quatro tipologias de transações que assumimos no estudo, usando como *benchmark* para comparação dos resultados o grupo de transações Privado-Privado. Um valor de EXP(b) maior que 1 e significativo ( $p < 0,05$ ) indica que a probabilidade de a transação estar agrupada em um determinado grupo é maior que em comparação com o *benchmark* (Privado-Privado).

Abaixo segue a descrição da equação utilizada para a regressão, à semelhança de Del Bo *et al.* (2017), que foi calculada usando o SPSS (IBM):

$$\log \frac{P(Y_{it} = j)}{P(Y_{it} = m)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Variável de tamanho} + \beta_2 \text{Valor da transação} + \beta_3 \text{Mesmo País} + \beta_4 \text{Mesmo Setor} + e_i$$

Neste modelo será usada como variável dependente os grupos de transações Público-Público, Público-Privado, Privado Público ( $j$ ) sendo o grupo de referência as transações Privado-Privado ( $m$ ). As variáveis explicativas serão Total de Ativos e Receita Operacional, sendo estas usadas separadamente, e Valor da transação. Como variáveis *dummy* para o controle do modelo foram usadas as variáveis Mesmo País e Mesmo Setor. Por fim,  $e_i$  representa os erros aleatório do modelo.

## 4. Resultados e Discussão

No presente capítulo serão feitas as análises dos resultados acerca das transações de F&A dos BRIC e a discussão dos *outputs* da regressão linear e da regressão logística multinomial.

### 4.1 Resultados

Ao exportar os dados com os critérios já apresentados na secção de metodologia, submetemos as 4.336 transações ao processo de limpeza das informações. Dessa forma o modelo estatístico foi feito com base nas 180 transações selecionadas. As transações excluídas se devem à falta de informações nas variáveis identificadas para o estudo.

As transações foram submetidas primeiramente a uma regressão linear múltipla quadrados e foi possível identificar que as variáveis quantitativas ao nível da empresa (Total de ativos e Receita Operacional) obtiveram resultados significantes e possuem relação direta com o grupo de transação de acordo com a taxonomia montada, em comparação com o grupo de referência – transações privado-privado.

Depois deste modelo as transações foram testadas sob uma regressão logística multinomial, cujos resultados demonstram a razão de chances ou a razão de probabilidade de certa transação ocorrer em certo grupo de transações em comparação com o grupo de referência privado-privado (*benchmark*). Resultados significantes ( $\text{sig} < 0,05$ ) e com *odds ratio* (Exp (b)) maior que 1 indicam maior probabilidade naquela variável. Nestes casos são expectáveis que um aumento no valor das variáveis ao nível da empresa (Total de Ativos e Receita Operacional) tenha maior probabilidade de ocorrer num grupo aonde o adquirente é uma empresa pública.

Ambos testes estatísticos foram calculados usando SPSS (IBM). Tanto a regressão linear múltipla quanto a regressão logística multinomial foram calculadas usando os padrões normais do SPSS.

Estes resultados são esperados conforme os estudos de Del Bo *et al.* (2017), uma vez tendo relações diretas e positivas relativamente às variáveis das empresas quando um dos *players* é uma empresa pública demonstra a aversão ao risco pós-aquisição característico das empresas de controle governamental.

As Tabela 6 e 6.1 demonstram os resultados da regressão linear e, para este teste, em

termos das transações que dizem respeito a privatizações (Privado-Público), é possível notar pela regressão linear que há significância estatística para as variáveis quantitativas ao nível da empresa (Total de ativos, Receita Operacional), ao nível da transação (Valor da Transação) e para a variável de experiência Mesmo Setor, todas elas com valores positivos para o coeficiente B, indicando relação direta entre o grupo da transação com a variável dependente.

Tabela 6: Resultados da regressão dos mínimos quadrados

Var.Dependente	Tamanho		
	Ln (Total de Ativos)	Ln (Valor da Transação)	Ln (Receita Operacional)
Público-Público	1,873*** 0,000	0,455 0,263	1,171*** 0,049
Público-Privado	0,476*** 0,020	0,317 0,156	0,982*** 0,003
Privado-Público	1,414*** 0,000	1,079*** 0,001	0,905 0,053
Constante	9,024*** 0,000	8,848*** 0,000	8,399*** 0,000
Nº de Observações	180	180	180
Teste F	14,587***	4,088***	4,234***
R <sup>2</sup>	0,199	0,065	0,067

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Notas: Grupo Base: Privado-Privado

\*\*\*p<0,05

Referente às transações que possuem como adquirentes empresas Públicas (Público-Público e Público-Privado), os dados da Tabela 6 e 6.1 mostram os resultados da regressão linear, sendo esta significativa para as variáveis ao nível da empresa (Total de Ativos e Receita Operacional) com valor para o coeficiente B positivo indicando relação direta, e para a variável Mesmo País.

Os resultados demonstram que as variáveis ao nível da empresa possuem maior coeficiente linear quando o adquirente é uma empresa pública. O resultado está de acordo com o encontrado com Del Bo *et al.* (2017). Portanto, as empresas públicas na qualidade de adquirente possuem, comparativamente aos demais grupos, maior quantidade de ativos e maior receita operacional, conforme apontado na análise descritiva.

Acerca da variável Mesmo País o resultado significa que há relação direta entre o grupo de transações Público-Público e o fato de o centro de decisões consoantes à F&A internacional estarem sediados no mesmo país. Como referido na metodologia, na base

Zephyr foram selecionadas apenas transações de F&A internacionais. Ou seja, as empresas envolvidas estão sediadas em países distintos e todas as transações no estudo pertencem a F&A de empresas em países estrangeiros. Acerca desta variável, como anteriormente referido, a localização das partes envolvidas é determinada de acordo com o GUO (Global Ultimate Owner), com o intuito de identificar precisamente a localização do centro de decisões da empresa adquirente. Portanto, a variável pode assumir como sendo ambas empresas do mesmo país, mas se tratando de uma fusão entre subsidiárias de países distintos. O estudo de Del Bo *et al.* (2017) não fez distinção das F&A nacionais e internacionais quando da seleção da base de dados, ao contrário do que foi feito no presente estudo.

Tabela 6.1 : Resultados da regressão dos mínimos quadrados

Var.Dependente	Proximidade	Experiência
	Mesmo País	Mesmo Setor
Público-Público	0,599*** 0,000	0,140 0,359
Público-Privado	-0,067 0,252	-0,120 0,150
Privado-Público	0,134 0,113	0,384*** 0,002
Constante	0,129*** 0,000	0,406*** 0,000
Nº de Observações	180	180
Teste F	12,662***	5,350***
R <sup>2</sup>	0,178	0,084

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Notas: Grupo Base: Privado-Privado

\*\*\*p<0,05

Nas Tabelas 7 e 7.1 estão os resultados para as Regressões Logísticas usando como variáveis de dimensão da empresa Total de Ativos e Receita Operacional separadamente, em conformidade com o efetuado por Del Bo *et al.* (2017).

Os resultados que dizem respeito às privatizações (Privado-Público) indicam que uma transação com o adquirente de propriedade privada com maior valor de ativos tem 2,7 mais chances de se enquadrar no grupo Privado-Público em comparação com o grupo de referência Privado-Privado. Isso demonstra que o adquirente privado que efetua uma transação de F&A com uma empresa pública tem duas vezes mais chances de ter maior quantidade de ativos que uma empresa privada que adquire outra empresa privada. As demais variáveis do modelo não apresentaram significância ou *odds ratio* que impactassem a análise.

Conforme já identificado em Del Bo *et al.* (2017), as privatizações podem ser recursos usados pelos governos com o objetivo de solucionar problemas orçamentais. Por conseguinte, as privatizações possuem constrangimentos diferentes em comparação às fusões entre empresas privadas apenas. O controlador governamental que decide pela venda da empresa pública sofre com o impacto dos efeitos sobre o país daquela venda. Ou seja, ao se tratar de vendas de empresas importantes para setores estratégicos, como produção e distribuição de energia elétrica e telecomunicações, por exemplo, há o risco pós-aquisição de desabastecimento caso a empresa adquirente não tenha sucesso após a transação. Dado isto, os governos se preocupam em garantir menor exposição ao risco pós aquisição e tendem a negociar com empresas mais sólidas e com maior experiência no setor. Há correlação identificada na literatura (Del Bo *et al.*, 2017) em que variáveis que indicam o tamanho da empresa, como o valor dos ativos por ela possuídos, são inversamente proporcionais ao risco dessa empresa vir a sofrer constrangimentos financeiros. Portanto, os resultados acerca do adquirente Privado ao adquirir uma empresa Pública estão em consonância com o identificado pela literatura.

Tabela 7: Resultados da regressão logística multinomial - Receita Operacional como variável de tamanho da empresa adquirente

Amostra total		Público-Público	Público-Privado	Privado-Público
<b>Tamanho</b>				
Ln (Valor da transação)	<i>B</i>	0,047	0,079	0,687***
	Exp ( <i>B</i> )	1,048	1,082	1,988***
	<i>Sig</i>	0,888	0,583	0,006
Ln (Receita Operacional)	<i>B</i>	0,712***	0,426***	0,243
	Exp ( <i>B</i> )	2,038***	1,532***	1,276
	<i>Sig</i>	0,037	0,006	0,257
<b>Experiência</b>				
Mesmo Setor (0)	<i>B</i>	-0,815	0,592	-1,785***
	Exp ( <i>B</i> )	0,443	1,808	0,168***
	<i>Sig</i>	0,272	0,129	0,004
<b>Proximidade</b>				
Mesmo País (0)	<i>B</i>	-3,165***	0,747	-1,04
	Exp ( <i>B</i> )	0,042***	2,110	0,353
	<i>Sig</i>	0,000	0,277	0,126
O grupo de referência é Privado-Privado				
*** $p < 0,05$				

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)

Consoante o grupo de transações Público-Público, um aumento no valor de ativos da empresa adquirente aumenta a probabilidade desta transação estar enquadrada nesta cate-

goria em 6,1 vezes. O resultado também está de acordo com o demonstrado por Del Bo *et al.* (2017), uma vez que as empresas públicas possuem maior aversão ao risco pós-aquisição, como foi exposto acima para o grupo de transações Público-Público. Neste caso, o constrangimento está relacionado com os efeitos pós-aquisição para os resultados da empresa pública adquirente, estando esta exposta ao escrutínio da opinião pública caso ocorra necessidade de desinvestimento ou impacto negativo no desempenho da empresa causado pela aquisição. Para este grupo, a *odds ratio* na variável Receita Operacional é 1,5. Portanto, uma empresa adquirente com maior valor de Receita Operacional possui 1,5 vezes mais chance de se enquadrar nesse grupo do que em comparação com o *benchmark* (Privado-Privado). Este resultado vai de encontro com os constrangimentos relativos ao sucesso pós-aquisição, pois uma maior Receita Operacional está relacionada com maior saúde financeira da empresa (Belussi *et al.*, 2016) e, portanto, com maior capacidade de suportar problemas que ocorram após a fusão.

O grupo Público-Privado na regressão logística usando como variável de tamanho a Receita Operacional os resultados demonstram que uma transação na qual o adquirente tenha maiores valores nesta variável tem 1,5 mais chances de estar agrupado neste segmento de transações em comparação com o grupo de referência Privado-Privado. Em termos de Total de Ativos um maior valor para esta variável tem 1,4 mais vezes de se agrupar nesse grupo que em comparação com o *benchmark*. Este resultado está conforme relatado na literatura (Belussi *et al.*, 2016) relativamente ao adquirente público quando envolvido em operações de fusão e aquisição de uma empresa privada (nacionalizações), pois é expectável ter maior expressão nas variáveis ao nível da empresa em comparação com o grupo de referência Privado-Privado.

Como identificado por Del Bo *et al.* (2017), os processos de nacionalização (grupo Público-Privado) são semelhantes em termos de constrangimento à tomada de decisão nos casos de privatizações, e os resultados indicam mesmo caminho, dado que os variáveis ao nível da empresa (Total de Ativos e Receita Operacional) são ambas significantes e com coeficiente B positivos, indicando relação direta para o crescimento do valor dessas variáveis e o grupo em que se encontram em termos da propriedade da adquirente. Como já relatado, há questões de interesse nacional envolvidas em negociações tendo como adquirente empresas públicas que tendem a estas mais avessas ao risco e, por conseguinte, as afastam de aquisições que possam causar problemas financeiros pós-fusão. Del Bo *et al.* (2017) já havia identificado que as empresas públicas que possuem maior robustez finance-

ra e sofram com menor constrangimento de liquidez tendem a adquirir outras empresas, tanto privada quanto públicas que estejam em risco de falência. São aquisições importantes para acesso a setores estratégicos e com barreiras à entrada, mas que envolvem grande risco pós-aquisição, uma vez que a empresa adquirente deverá absorver o passivo da empresa adquirida, por isso o adquirente deverá ter capacidade de absorver esse volume de dívidas sem comprometer sua operação.

A análise do grupo Público-Público segue uma linha de raciocínio parecida com o grupo Público-Privado. A discussão acerca da aquisição de empresas com problemas financeiros e em risco de falência também tem lugar nas transações Público-Público, dado que o Total de Ativos possui uma relação positiva maior nas transações Público-Público. Isto se deve ao interesse do Estado em passar o controle das suas empresas com problemas financeiros a outros controladores que não entes privados. Para tal a empresa pública adquirente deverá possuir maior robustez financeira para suportar o risco e absorver os passivos da empresa adquirida. Por fim, como esperado por Del Bo *et al.* (2017), a variável quantitativa ao nível da transação (Valor da Transação) é significativa somente em relação a transações Privado-Público com *odds ratio* de 1,9.

Tabela 7.1 : Resultados da regressão logística multinomial - Total de Ativos como variável de tamanho da empresa adquirente

Amostra total		Público-Público	Público-Privado	Privado-Público
<b>Tamanho</b>				
Ln (Valor da Transação)	<i>B</i>	-0,280	0,079	0,494
	Exp (B)	0,756	1,082	1,640
	<i>Sig</i>	0,474	0,591	0,055
Ln (Total de Ativos)	<i>B</i>	1,811***	0,365***	0,993***
	Exp (B)	6,116***	1,440***	2,700***
	<i>Sig</i>	0,000	0,037	0,001
<b>Experiência</b>				
Mesmo Setor (0)	<i>B</i>	0,309	0,607	-1,575***
	Exp (B)	1,362	1,835	0,207***
	<i>Sig</i>	0,724	0,115	0,015
<b>Proximidade</b>				
Mesmo País (0)	<i>B</i>	-3,148***	0,889	-0,859
	Exp (B)	0,043***	2,434	0,424
	<i>Sig</i>	0,001	0,186	0,226
O grupo de referência é Privado-Privado				
*** p<0,05				

Fonte: Base de dados Zephyr (2018)



## 5. Conclusões

O presente estudo se propôs a analisar uma nova tendência do IDE contemporâneo, nomeadamente as operações de Fusões e Aquisições internacionais dos BRIC, grupo de países de economia emergente em expansão da sua presença internacional.

A literatura acerca do tema problematizou a falta de estudos que lidassem com essa nova envolvente, dado que a maioria dos estudos já publicados trataram das aquisições efetuadas pelos países desenvolvidos. Além disso, os estudos elaborados sobre os BRIC tomaram esses países de forma separada, e não conjunta, havendo aí um nicho não explorado pela academia a ser estudado.

Uma das diferenças encontradas na literatura existente sobre as F&A destes países diz respeito a presença significativa de empresas públicas na categoria de adquirente em operações de fusões internacionais. Este facto se torna um ponto importante a se analisar, uma vez que os objetivos e determinantes dos controladores públicos são divergentes em comparação com os acionistas privados, pois as empresas públicas sofrem de constrangimentos de natureza distinta aos enfrentados pelas empresas privadas.

Por isso, o objetivo deste estudo foi identificar em que medida as características de propriedade da empresa adquirente interferem nos processos de escolha dos parceiros nas negociações de F&A, e se a propriedade pública impacta realmente nos drivers da internacionalização.

Após obter informações da base Zephyr acerca das F&A internacionais com adquirentes dos países dos BRIC de 1998 a 2018 e agrupar cada uma das transações em 4 grupos de acordo com as características de propriedade da empresa adquirente foi possível analisar que as empresas adquirentes de maior receita operacional estavam nos grupos Público-Público e Público-Privado. Em termos do total de ativos, a empresa com maior quantidade de ativos tem 6,1 vezes mais probabilidade de se enquadrar no grupo Público-Público em comparação com o grupo de referência Privado-Privado.

Os resultados foram de encontro com a literatura já estudada sobre o tema (e.g. Del Bo *et al.*, 2017; Belussi *et al.*, 2016), que viu esse comportamento das empresas públicas como uma aversão maior ao risco e ao falhanço pós-aquisição, graças ao constrangimento sofrido pelos governos pela opinião pública e pela política doméstica de seus países. Dessa forma, as empresas envolvidas nesse tipo de transação tenderiam a ter menores problemas de solvência e maior disponibilidade de recursos, com fins de aumentar a probabilidade de

sucesso pós-aquisição.

O contributo deste trabalho está em analisar conjuntamente as empresas dos BRIC na categoria de adquirentes em transações de F&A internacional. Como referido anteriormente, os resultados mostraram que as empresas públicas na categoria de adquirentes diferem das empresas privadas dada a aversão ao risco pós-fusão. O modelo estatístico usado demonstrou que as variáveis de tamanho da empresa (Total de Ativos e Receita Operacional) estavam relacionadas diretamente aos grupos de negociações aonde empresas públicas estavam na categoria de adquirentes. Ademais, a variável Mesmo País, em consoância com a literatura sobre o tema (Del Bo *et al.*, 2017; Belussi *et al.*, 2016), indicam que as F&A entre empresas públicas (grupo Público-Público) tem maior probabilidade de ocorrer entre empresas com centro de controle sediados no mesmo país, dado que há questões de interesse nacional que são impactadas com a venda de empresas públicas.

Uma das debilidades do estudo deve-se à falta de informações ao nível da empresa que medisse a sua saúde financeira, bem como o desempenho pós-fusão. É importante que nos futuros estudos seja possível avaliar o sucesso das operações de F&A e quais são as características de tamanho e experiência das empresas envolvidas que possam impactar no fracasso ou sucesso posterior.

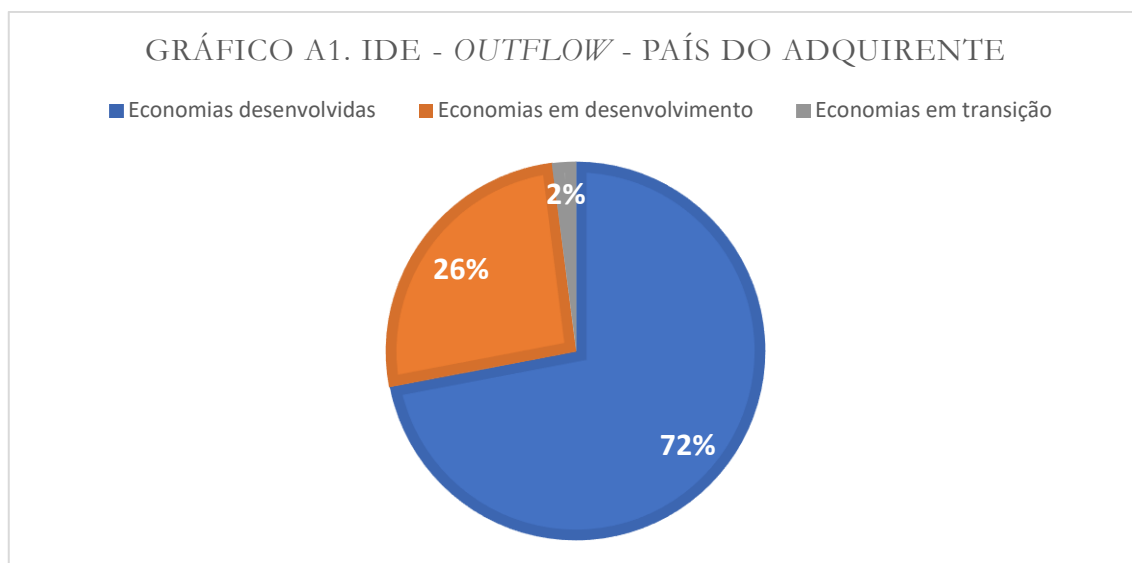
Por fim, uma base de dados com maiores observações será capaz de efetuar uma comparação mais minuciosa das transações não só em conjunto destes países, mas com comparativos entre si, com análises temporais mais robustas, identificando diferentes objetivos e padrões nas aquisições internacionais desses novos players do mercado internacional.

## Bibliografia

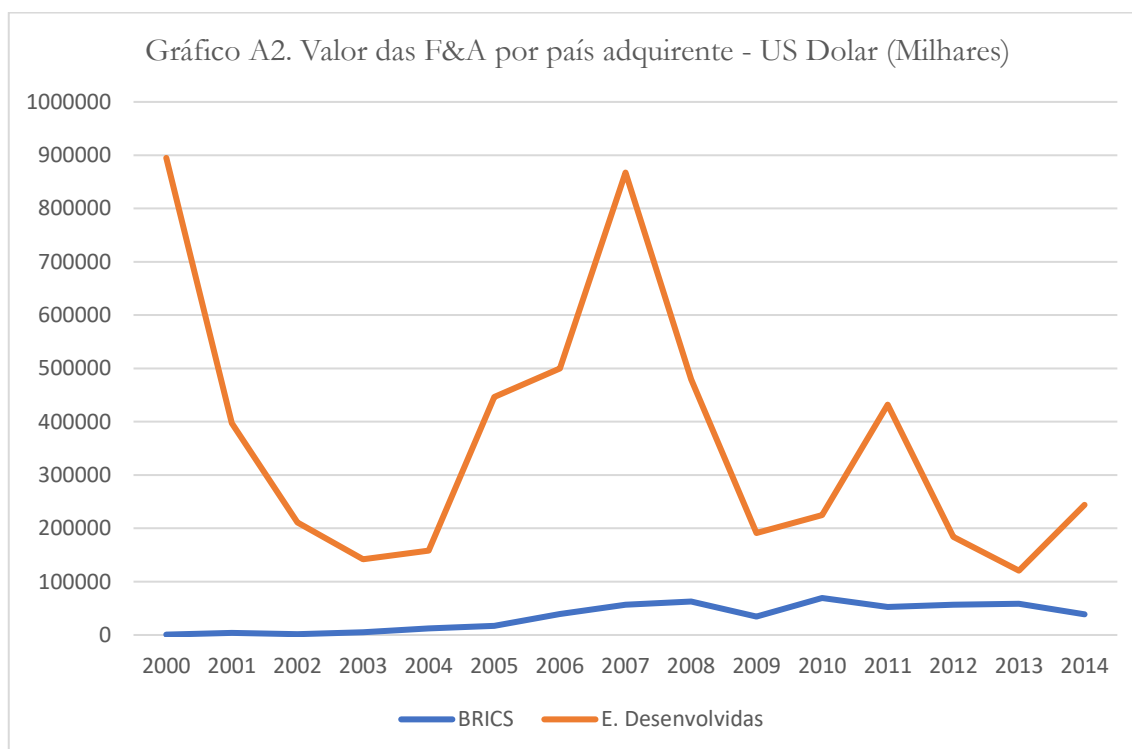
- Alcântara, J. N., Paiva, C. M., Bruhn, N. C., Carvalho, H. R., & Calegario, C. L. (2016). Brazilian OFDI Determinants . *Latin American Business Review*, Vol. 17, 177-205.
- Alcaraz, J., & Zamilpa, J. (2017). Latin American governments in the promotion of outward FDI. *Transnational Corporations* , Vol. 24, 91-108.
- Belussi, F., Rudello, G., & Savarese, M. (2016). The Internationalization of MNEs from and to BRIC countries: the case of the industrial machinery industry. *"Marco Fanno" Working Papers*, N° 205, 1-20.
- Buckley, P. J., Elia, S., & Kafourous, M. (2014). Acquisitions by emerging market multinationals: Implications for firm performance. *Journal of World Business*, Vol. 49, 611-632.
- Caiazza, R., & Volpe, T. (2015). M&A Process: a literature review and research agenda. *Business Process Management Journal*, Vol. 21, 205-220.
- Carbonara, G. and Caiazza, R. (2009). Factors affecting M&A success: a starting point for the topic renaissance, *The Journal of American Academy of Business Cambridge*, Vol. 15 No. 1, 92-98.
- Chen, Y.Y., Young, M.N. (2010). Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: a principal-principal perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 27, 523–539.
- Del Bo, C. D., Ferraris, M., & Florio, M. (2017). Governments in the market for corporate control: Evidence from M&A deals involving state-owned enterprises. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 45, 89-109.
- Denisova, I., Ellerb, M., Fryec, T., Zhuravskayae, E., 2012. Everyone Hates Privatization, but why? Servey evidence from 28 post-communist countries. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 40, 44-61.
- Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-Border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, Vol. 24, 157-172.
- Guo, Wenxin & Clougherty, Joseph & Duso, Tomaso. (2016). Why Are Chinese MNES Not Financially Competitive in Cross-border Acquisitions? The Role of State Ownership. *Long Range Planning*, Vol. 49, 614-631.
- Gammeltoft, P. (2008). Emerging multinationals: outward FDI from the Brics countries. *International Journal of Technology and Globalisation*, Vol. 4, 5-22.

- Hillman, Amy J., Withers, Michael C., Collins, Brian J. (2009). Resource Dependence Theory: A review. *Journal of Management*, Vol. 35, 1404-1427
- Holtbugg, D., Kreppel, H. (2012). Determinants of outward foreign direct investment from BRIC countries: an explorative study. *International Journal of Emerging Markets*, Vol.7, 4-30.
- Paul, Justin; Benito, Gabriel R. G. (2018) A review of research on outward foreign direct investment from emerging countries, including China: what do we know, how do we know and where should we be heading? *Asia Pacific Business Review*, Vol. 24, 90-115
- Kausika, I. S. (2016). *Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A case of Nordic acquirers*. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Kuada, J. E. (2002). Collaboration between developed and developing country-based firms: Danish-Ghanaian experience. *Journal of Business and Industrial Marketing*, Vol 17, 538–557.
- Kumar, N. (2007). Emerging multinationals: Trends, patterns and determinants of outward investment by Indian Enterprises. *Transnational Corporations*, Vol. 16, 1–26.
- Liu, X., Buck, T., & Shu, C. (2010). How emerging market governments promote outward FDI: experience from China. *Journal of World Business*, Vol. 45, 68-79.
- Peng, Mike W. (2012). *Global Strategy* (3<sup>a</sup> ed.). Dallas: Cengage.
- Peng, Mike W. (2012) The global strategy of emerging multinationals from China. *Global Strategy Journal*, Vol. 2, 97-107
- Reddy, K., Xie, E., & Huang, Y. (2016). Cross-border acquisitions by state-owned and private enterprises: a perspective from emerging countries. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 38, 1147-1170.
- Ronny Thomas, K. N. (2018). Determinants of outward foreign direct investment: a study of Indian manufacturing firms. *Transnational Corporations*, Vol. 24, 9-26.
- Sauvant, K. P. (2005). New Sources of FDI: The BRICs. Outward FDI from Brazil, Russia, India and China. *The Journal of World Investment & Trade*, Vol.6, 639-709.
- UNCTAD. (2017). World Investment Report (WIR).

## Anexos:



Fonte: Unctad, 2017



Fonte: Unctad, 2017